学术专论

清代传统金融机构的业态创新暨放款利率特征

——兼谈“利率革命”的供给侧条件

曾 江 周建波

[摘要] 金融业态的产生和发展是特定商品货币条件下金融创新的结果。清代中后期，不同的传统金融业态因资本规模、市场定位、经营方式等存在差异，提供的工商业放款利率也高低不一。其中，主要发放小额、零散贷款的典当、印局利率偏高；主要为从事长途商贸的优质客户提供放款的账局利率较低；而起初并非以借贷为主业的票号和钱庄大量使用汇兑或拆借款项作为资金来源，放款利率也较低。但总体上，中国传统金融机构的放款利率高于近代西欧，未能达成“利率革命”要求。这与清代财政—金融结合不足以及公共信用建设滞后有很大关系。

[关键词] 利率 金融业态 金融创新

[中图分类号] K249 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1002－8587（2024）－04－0060－23

在全球近代化过程中，利率作为金融与产业的连接点，是一项不可忽视的因素。希克斯曾有“工业革命不得不等候金融革命”的观点。[①]工业化大生产所需的资本规模远高于传统工商业，必须要靠金融领域的制度革新来增大资本供应量，降低资本相对价格，才能使生产方式发生根本性转变，从低投入、小规模生产走向高资本投入的大规模生产。在此过程中，由于利率反映了生产部门能够获得的资本价格，其变化可视为金融领域变革的一种综合表征。通常当金融机构与金融市场能够支持资金供给增加，并通过适当制度安排降低风险和资金成本时，借贷利率才得以下行，从而“资本成本相对于其它生产要素的价格已大幅度下降……资本（无论是金融资本还是实物资本）不仅在商业中而且也在农业和工业中逐渐代替其它生产要素”。[②]

[收稿日期] 2022－12－02

[作者简介] 曾江（1987— ），女，中国政法大学商学院讲师，北京 100088，hanyouzj@163.com；周建波（1965— ），男，北京大学经济学院教授，北京 100871，zhoujianbo@pku.edu.cn

[基金项目] 国家社科基金年度项目“财政—金融结合视角的近代中国金融业态演进研究”（22BJL007）成果；得到国家社科基金重大项目“东亚同文书院经济调查资料的整理与研究”（20&ZD066）支持。

① 这一著名表述来自学者对希克斯《经济史理论》中相关内容的理解。参见 Valerie R. Bencivenga, Bruce D. Smith, Ross M. Starr, “Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth,” *Journal of Economic Theory*, Vol. 67, No. 1 (October 1995), pp. 153−177。

② 道格拉斯·诺思、罗伯斯·托马斯:《西方世界的兴起》，厉以平、蔡磊译，华夏出版社，1999 年，第 177 页。

为此，许多经济史研究关注利率变化并强调其重要性，如诺思指出利率是金融市场中制度效率的体现，霍默等认为利率是一国金融力量的展现。①特别是对 16 世纪后欧洲利率水平的长期下降趋势，高德步等学者称之为“利率革命”，认为其代表了“近代金融制度建立的关键一步”。②而决定利率变化的制度变革因素可归为两方面：一是金融工具创新，二是新金融机构出现。前者如汇票、贴现等带来信用流通的扩张，为短期流动性提供支持。后者则依靠专业化经营进行信用创造，从而供给更大规模、更低成本、更长期限的资金，以匹配近代工商业需求。借贷利率则是对这一功能的集中衡量。

近代欧洲由于已建立起比较活跃的直接金融市场和票据贴现市场，工商业者除借贷外，还可通过票据贴现、发行债券和股票等方式从市场上获得资金。然而在清代中国，由于直接金融市场尚未建立，货币市场也以金融机构之间信用融通为主，商业票据流通比较有限，③所以工商业者获取资金仍然主要依赖传统借贷方式，从金融机构或私人处借款。这也是在不同种类利率中，借贷利率特别值得关注的原因。但借贷利率本身亦是一套多层次、多面向的复杂系统，不仅因借贷类型、期限、对象不同而呈现差异，私人与各类金融机构的借贷利率间也存在差别。在以往研究中，不少学者已试图描摹利率的结构性。如王亚南将近代中国利率划出三个基准，即外资银行利息基准（年息 4%–8%）、中国银行与钱业利息基准（年息 9%–20%）和旧式高利贷利息基准（年息 24%–300%）。④陈志武等在构建中国利率史数据库时也指出，不同放贷主体的利率相差甚远，特别是专业化金融中介的放贷利率远低于私人，且分布非常收敛，表明正规金融发展对降低借贷成本十分有益。⑤这种区分为本文聚焦金融机构借贷利率奠定了基础。

在清代的金融机构利率中，银拆和票号月息行市都是具有代表性的指标，但这些反映的是金融机构为缓解流动性所作的短期融资，其水平主要由货币市场资金供求决定，与借贷利率的变动逻辑不同。正如诺思所言：“资本的成本有部分是由一个金融中介的精密结构决定的。”⑥决定借贷利率能够降低到何种水平的核心因素在于金融机构的组织、经营、管理模式和业务定位等特征。这些因素可以用“金融业态”概念加以概括。笔者曾借鉴商业业态概念，提出金融业态包含组织和经营模式、业务和管理模式、职能定位和服务对象三方面，是资源筹集与整合、生产组织以及市场需求共同作用的结果，反映了在特定生产力水平与商品货币经济发展下金融供给侧所作的适应性调整。⑦从这一视角看，中国传统金融体系中的典当、票号、钱庄等业态既是金融创新的结果——其各自的借贷业务能够满足该种业态产生时的市场融资需求，又是通过创新调整运营模式，逐步提升融资便利性，降低融资成本的发展过程。但到近代工商业出现后，这些业态由于无法符合新金融需求对供给侧的要求，最终被银行替代。借贷利率的差异及变化正是对这一金融发展与业态演进过程的反映。

---

① 道格拉斯 · C· 诺思：《制度、制度变迁与经济绩效》，刘守英译，上海三联书店，1994 年，第 94 页。悉尼 · 霍默、理查德 · 西勒：《利率史（第四版）》，肖新明、曹建海译，中信出版社，2010 年，“引言”第Ⅻ页。

② 近代欧洲利率下降是跨越数个世纪的长期趋势，从变化的烈度而言称“革命”是值得商榷的。但本文沿用“利率革命”这一概念，主要是为突出其中的金融革命内涵。高德步、王珏：《世界经济史》，中国人民大学出版社，2001 年，第 216–217 页。

③ 清代商业票据虽有一定发展，但流通程度远低于西方，许多票据只在地方小市场内流通，更未建立相应的交易所或交易中心。根据娄敏的考察，清代商业票据经多次转手后，如产生债务纠纷，还须按商号账簿确认债责，这种做法也限制了票据进一步扩大流通（娄敏：《近代中国长江上游地区的商业信用票据：以巴县与江津为例》，《中国经济史研究》2020 年第 6 期）。参见曹树基、杨启明：《清代东南地方小市场中的凭票与信用》，《中国经济史研究》2020 年第 6 期。

④ 王亚南：《中国经济原论》，生活 · 读书 · 新知三联书店，1950 年，第 106–107 页。

⑤ 陈志武等：《清初至二十世纪前期中国利率史初探——基于中国利率史数据库（1660—2000）的考察》，《清史研究》2016 年第 4 期。

⑥ 道格拉斯 · C· 诺思：《制度、制度变迁与经济绩效》，第 91 页。

⑦ 周建波、曾江：《银行、票号兴替与清末民初金融变革》，《中国社会科学》2020 年第 8 期。本文用这一概念来分析利率变化背后的金融机构及其业务特征，较之偏重组织、制度的“机构”和具体的“业务”等概念更强调功能性。

黄鉴晖、刘建生、刘秋根、周建波等学者对典当、钱庄、印局、账局、票号等金融机构进行了若干研究，分析了其股东组成、存放款业务、汇兑业务、利润率、服务价格以及机构之间的业务联系等，并对不同金融机构产生的原因以及利率高低作了初步说明。① 只是上述研究多局限于微观企业运营视角，并侧重商品经济发展本身对金融业创新的影响，而没有从更宏大的全球金融近代化视角，诸如资金在全球范围内的流动、资本向工商业的流动等方面探讨金融业态演进，更没有从财政与金融结合的视角探讨金融业创新及其对利率降低的影响，而后者恰恰是西欧金融革命的重要原因。这说明，对传统金融机构的利率问题，尤其是与金融创新之间的关系还有进一步研究的必要。为此，本文从传统金融业态的产生和发展背景出发，比较业态特征对放款利率的影响，并通过与西欧对比，指出“利率革命”达成需要金融业态进一步创新，以提高大规模、低成本融资的可得性，为产业领域的资本筹集创造条件。

一、明清以来商品货币经济发展中的金融业态创新

（一）商业资本增加与借贷机构壮大

明中叶以来，全国性商品流通网络开始建立，跨区域、长距离贸易兴起，晋商、徽商等地域性商帮也在此基础上逐步形成。这些商帮、大商人利用地域间物产差异，积累了丰厚资本。如明代徽商“鱼盐为业，藏镪有至百万者，其他二三十万，则中贾耳”，晋商“或盐，或丝，或转贩，或窖粟，其富甚于新安”；② 清乾隆时，徽州盐商“赀本之充实者，以千万计，其次亦数百万计”，③ 晋商不但早有资产数千万者，而且“富户百十万家赀者，不一而足”。④ 同时，中外贸易发展也使得一批海商集团壮大起来，如广州十三行商人垄断与外商交易的居间购销，“独操利权，丰亨豫大，尤天下所艳称”，⑤ 据道咸年间统计，其中一些行商身家达数千万两。⑥

在雄厚的资本支持下，许多商帮开始经营借贷。如徽商在万历年间即“开当遍于江北，赀数千金”；⑦ 康熙年间，江浙一带典铺“多新安贾人为之”。⑧ 晋商在清代占据了北方典当业大部分市场，此外还开设钱庄、账局、印局等多种业态。陕西商帮、江右商帮等也多有跨地域经营放贷的记载。由此，金融市场上可贷资金供给较前代有了显著增长。明末江南地区开设典当资本在五六千到二三万金之间，⑨ 清雍正年间，嘉兴府有些当铺的平均资本达八万两之多。⑩ 这样的

---

① 黄鉴晖：《山西票号史（修订本）》，山西经济出版社，2002 年；黄鉴晖：《中国钱庄史》，山西经济出版社，2005 年；刘建生：《山西典商研究》，山西经济出版社，2007 年；刘秋根：《明清高利贷资本》，社会科学文献出版社，2000 年；刘秋根、杨帆：《清代前期账局、放账铺研究——以五种账局、放账铺清单的解读为中心》，《安徽史学》2015 年第 1 期；刘秋根、陈添翼：《清末北京印局及其对工商业的放款——以晋商〈宣统三年转本底账〉为中心》，《人文杂志》2018 年第 3 期；周建波：《明清山西商人多层次金融体系的创新及其局限性》，《中国经济史研究》2017 年第 6 期。

② 谢肇淛：《五杂组》卷 4《地部二》，万历四十四年潘膺祉如韦馆刻本，第 25 页。

③《两淮鹾务考略》卷 7《行盐之赋》，《四库未收书辑刊》第 1 辑 24 册，北京出版社，2000 年，第 692 页。

④《清高宗实录》卷 1257，乾隆五十一年六月庚寅。

⑤ 黄佛颐编纂，仇江等点注：《广州城坊志》，广东人民出版社，1994 年，第 622 页。

⑥ 如道光十四年（1834），怡和行商伍秉鉴的田地、房屋、店铺、钱庄及商业资本总额达 2600 万银元以上；咸丰十年（1860），同孚行商潘绍光的家产总额达 1 亿法郎以上。参见威廉 · C· 亨特：《广州“番鬼”录》，冯树铁译，广东人民出版社，1993 年，第 36 页；亨特：《旧中国杂记》，沈正邦译，广东人民出版社，1992 年，第 89 页。

⑦《明神宗实录》卷 434，万历三十五年六月丁酉。

⑧ 康熙《泰兴县志》卷 1《风俗第六》。

⑨ 万历年间“开设典当，在无锡苏常各处者十余铺，每铺不啻二三万金”；苏、松等地质库“其上者每至盈万金，即寡，亦不下五六千”。沈鈇：《劾贪婪抚臣疏》，康熙《衡州府志》卷 19《艺文志》；刘世教：《荒箸略 · 赈之五》，俞森：《荒政丛书》卷 6，文盛书局，1911 年，第 5 页。

⑩ 雍正四年（1726）查抄李维钧家产，发现其“原受汪森绝产当铺四座，据帐内所开本银共二十四万两”。《世宗宪皇帝朱批谕旨》卷 174 之二，《景印文渊阁四库全书》第 423 册，台湾商务印书馆，1986 年，第 54 页。

规模远高于五代和两宋时期。[①]

此外，个体商人、富户、官绅也纷纷参与放贷，如康熙时“文武各官，或兼事商贾，质库连肆”，[②] 进一步增加了市场资金供给。清代还建立了从皇室到各地官府的官营典当网络，包括康雍时期发展起来，到乾隆朝达到极盛的“皇当”，以及以“生息银两”为主要资本来源的官当。在某些方面，这可以称之为国家财政与民间金融的初步结合，既有利于民间流通中的资金充足，推动经济发展，又有利于国家公共品供应的顺利进行，如某些生息银两有助于书院、水利工程的维护和旗兵生活的改善等。据乾隆朝《内务府奏销档》记载，先后列入“皇当”序列可供稽查的当铺有 30 余座，每座资本多为二三万两。另据统计，雍正七年至十三年各省衙署的 48 笔生息银两中，有 13 笔全部用于开设当铺，总额 165 700 两；9 笔部分用于开设当铺，总额 136 000 两。乾隆时八旗基本每旗都经营三五座当铺，每座资本多在一万到二万余两之间，各省军政机关也普遍经营当铺。[③]

因此，起源于南北朝时期（一说汉代）的传统典当业，[④] 在借贷资本不断膨胀的背景下，于清中叶达到鼎盛。据估计，1753、1812 年全国当铺数量分别为 18 075、23 139 座，典税分别达 90 375、115 695 两，[⑤] 资本总额约为 2.71、3.47 亿两。[⑥] 单个典当铺的资本额也进一步增加，明代繁盛区小典铺资本约 3 千两，而清咸丰年间北京小当的资本已达 2 万余两。[⑦]

随着商品经济发展带动城镇化进程，明中叶后越来越多无地或少地农民流入城市，成为城市流民。他们通常以充当杂役、肩挑贩卖等方式为生，因收入不固定而存在生活性借贷需求，但缺乏可用来质押、抵押的财产物品，故传统金融机构——典当难以满足其需求。由此，主要面对城市贫民、流民放款，但需要担保人的小额信贷机构印局在明末产生，到清代更趋活跃。清代各地印局的供应主体是山西商人，《介休县志》记载“河南，湖北汉口、沙市等处，当商、印行邑人最占多数”，[⑧] 说明印局发展同样源于商帮资本积聚。

同时，明中叶后工商业专业化分工加深，采购、生产、销售各环节进一步时空分离，生产投入和商人运营资金大大增加，产生了对更大规模、更低成本的工商业贷款的需求。这正是专门从事工商业借贷的账局诞生，以及钱庄、票号等金融机构逐步增加放贷业务的市场背景。这些机构的出现也有赖商帮的大量资金，如《晋游日记》描述“汾平两郡，多以贸易为生……富人携赀入都，开设账局”。[⑨] 票号则主要依托晋商的雄厚资本，常称“山西票号”。

可见，明中叶以来借贷市场上资金增加，使得原有借贷机构的资本规模不断壮大，同时经济中多方位资金需求也提出了对更多金融业态的要求。较早产生的典当和印局两种业态，基本功能都是服务于生活性融资需求，早期钱庄也主要面向白银和铜钱的兑换需求，后来随着工商业发展而逐渐向经营性、生产性借贷延伸。而在清代以后出现的账局、票号中，贷款则更多面向工商业发放。不同业态从诞生伊始，借贷业务的市场定位就存在差别。

---

① 彭信威：《中国货币史》，上海人民出版社，1958 年，第 363 页；刘秋根编：《中国典当史资料集：前 475—1911》，河北大学出版社，2016 年，第 42 页。

② 李元度：《国朝先正事略》卷 5《名臣 · 施清惠公事略》，同治八年（1869）循陔草堂刻本，第 13 页。

③ 韦庆远：《明清史辨析》，中国社会科学出版社，1989 年，第 76−77、92、226−228、117 页。

④ 对典当的起源大体有两种观点：一种说法是源于南北朝佛寺，另一种说法是汉代已有典当业。彭信威：《中国货币史》，第 123、173−174 页。

⑤ 罗炳绵：《近代中国典当业的社会意义及其类别与税捐》，《“中央研究院”近代史研究所集刊》第 7 期，1978 年，第 149 页。

⑥ 刘秋根：《明清高利贷资本》，第 81 页。

⑦ 彭信威：《中国货币史》，第 640 页。

⑧ 民国《介休县志》卷 7《物产谱 · 商业纪略》，《中国方志丛书 · 华北地方》第 399 号，成文出版社，1976 年，第 300 页。

⑨ 李燧：《晋游日记》卷 3，李燧、李宏龄著，黄鉴晖校注：《晋游日记 同舟忠告 山西票商成败记》，山西人民出版社，1989 年，第 69 页。

（二）清代货币市场变化与金融业态创新

明中叶后，白银货币化趋势加剧，银钱并行制度逐步确立。① 而在全球贸易中，16、17 世纪中国向葡萄牙、西班牙、日本等国出口生丝、丝织品、瓷器等手工业产品，进口少量土特产，形成明显的贸易顺差，海外白银大量流入中国。② 这一趋势一直延续到 19 世纪初。这些白银通过日本、菲律宾、朝鲜、欧洲、美洲等地贸易输入中国，总量有数亿两之巨，为国内商品交易和金融活动提供了充足的货币供给。③ 宽松的货币环境使得 19 世纪初以前银钱比价总体稳定。因为清代流通的铜钱主要由官府铸造发行，而白银则基本靠私人提供，其中少量来自云南的银矿，大部分需通过国际贸易获得。在市场银钱比价波动时，政府主要以调整铸钱数量的方式调控，如在 18 世纪钱贵银贱时增加铜料进口和铸钱生产，“按卯鼓铸，制钱日多，钱价自平”。④

然而到 19 世纪前期，随着拉美白银供应减少和鸦片进口增加，中国出现了严重的白银外流。这一阶段的白银外流约始于 19 世纪 20 年代，流出数额逐渐增多，一直持续到 50 年代。据林满红估计，1814—1856 年间流出总额达到 3.5 亿元，约相当于 4.9 亿两。在巨额白银流出的影响下，19 世纪 20 年代以后银钱比价大幅上升，由 1826 年的 1271 文 / 两涨到 1850 年前后的超过 2300 文 / 两。⑤ 这一变化导致货币市场发生了银贵钱贱危机。⑥ 对此，清政府在拒绝发行纸币和大额钱币的情况下，⑦ 减少铸钱数量的做法杯水车薪，加之无法杜绝铜钱私铸私销，难以有效调控货币供给，远远无法缓解市场白银短缺。因此，民间金融市场只能通过业态革新来应对危机。

银贵钱贱首先促进了钱庄业务扩展。如前所述，在明中叶后商品经济活跃的背景下，流通环节出现了大量银两、制钱间兑换需求，这一业态应运而生。到乾隆年间，市场上“兑换之柄，操于钱铺之手”，⑧ 钱庄已垄断各类兑换业务，并开始发行便于携带、流通，具有纸币性质的银钱票。这些银钱票对持票者来说“票到付钱，与现钱无异”，⑨ 而在钱庄经营中只需以一定比例银钱作为准备，具备信用创造功能。在 19 世纪初银钱比价剧烈变动时，一方面人们为避免频繁兑换，

---

① 胡岳峰将这一制度区分为理想上的“银钱平行”与实际中的“银铜并行”。胡岳峰:《“银钱平行”与“银铜并行”：清前期货币制度的理念与实践（1644—1795）》，华东师范大学硕士学位论文，2015 年。

② 参见樊树志:《晚明史：1573—1644（第二版）》上册，复旦大学出版社，2015 年。

③ 如庄国土认为明代后期到鸦片战争前约 280 年中，白银流入中国的数量约达 51 560 万两；全汉昇、万志英等学者也对明清白银流入中国的数量作过估计，因估算区间、方法、单位的不同导致结果差异很大，但基本都在 1 亿两以上、10 亿两以下，只有弗兰克的估算最高，达到 6 万吨，约占世界有记录白银产量的一半，但这一说法遭到许多学者的质疑。详见庄国土:《16—18 世纪白银流入中国数量估算》,《中国钱币》1995 年第 3 期；Richard Von Glahn, *Fountain of Fortune: Money and Monetary Policy in China, 1000—1700*, University of California Press, 1996；傅镜冰:《明清两代外银输入中国考》,《中行月刊》1933 年第 3 期；吴承明:《中国的现代化：市场与社会》，生活·读书·新知三联书店，2001 年，第 287 页；全汉昇:《中国近代经济史论丛》，中华书局，2011 年；钱江:《十六—十八世纪国际间白银流动及其输出入中国之考察》,《南洋问题研究》1988 年第 2 期；弗兰克:《白银资本：重视经济全球化中的东方》，刘北成译，中央编译出版社,2000 年，第 208 页。

④《清朝文献通考》卷 14《钱币考二》。

⑤ 林满红:《银线：19 世纪的世界与中国》，詹庆华等译，江苏人民出版社，2011 年，第 72−75、76−77 页。

⑥ 戴建兵、刁永凯整理了 1800—1850 年全国各省银钱比价数据，通过计量检验指出 19 世纪上半叶银钱比价上涨的原因在于美洲金银减产导致世界范围内白银购买力上升，而制钱购买力则基本稳定，并不仅由白银外流所致。但美洲金银减产本身亦是白银外流的重要原因，在中国特殊的银钱并行货币制度下，银与钱不存在主辅币关系，且政府难以充分掌握制钱供给量，故白银减少势必带来银钱比价波动。见戴建兵、刁永凯:《全球视角下嘉道银贵钱贱问题研究》,《近代史研究》2012 年第 6 期。

⑦ 面对银贵钱贱，包世臣、王茂荫、林则徐等人提出了若干改革币制的建议，包括发行纸币、大额钱币、以钱代银、贵金属铸币等。但清政府片面吸取宋元明三朝发行纸币引发恶性通货膨胀的教训，拒绝了这些提议，直到 1853 年在太平天国运动引发的财政困难下，才开始发行不可兑换纸币与大额钱币，然而却因信用不足未被民众接受，终告失败。

⑧《清朝文献通考》卷 16《钱币考四》。

⑨ 中国人民银行总行参事室金融史料组编:《中国近代货币史资料 第一辑 清政府统治时期（1840—1911）》，中华书局，1964 年，第 130 页。

往往“厌用钱而喜用票”，[①] 特别是需持有价值高而携带不便的银两时，“向店中开写钱票，以图携带轻便”；另一方面，因为市面货币不足，钱庄超额发行钱票，“所出之票倍于所易之银”，并进一步“将所易现银据为己有，转行放债取利”，[②] 以贷款方式创造更多货币。如道光年间湖北“近来纹银之绌，凡钱粮、盐课、关税一切支解，皆已极费经营，犹借民间钱票通行，稍可济民用之不足”，[③] 当时汉口银号“店本六千至一万不等，放票或至十余万”，[④] 表明白银短缺促使钱庄加大了钱票发行和以钱票放贷的规模，向发行和借贷业务拓展。

在长途商贸发展的背景下，银贵钱贱危机还在一定程度上催生了票号和账局等新兴业态。主营埠际汇兑的票号约出现于嘉道年间，由颜料业改营而来，“彼时交通不便，商人办货用款，动非起镖运现，别无他法，因设立票庄，代为汇兑”。[⑤] 另外白银流出引起的通货不足也使市场对汇票需求增加，如魏源所说“近世银币日穷，银价日贵，于是有议变行楮币者……其用同于近日北五省之会票”。[⑥] 特别是在银贵钱贱造成商人利润普遍减少的情况下，汇票的使用能够降低银钱比价波动对长途贸易的影响。道光八年（1828）江苏巡抚陶澍奏称：“苏城为百货聚集之区，银钱交易全借商贾流通。向来山东、山西、河南、陕甘等处每年来苏置货，约可到银数百万两……自上年秋冬至今，各省商贾俱系汇票往来，并无现银运到，因此银价顿长。”[⑦] 也就是说，商人以汇票代替现银来苏州进货，加剧了市面银两紧缺，使银钱比价上涨。然而对来办货的商人而言，以汇票兑出银两后，可以按高价换成更多铜钱，置办更多货物；到了销售货物的地方，在售卖中获得铜钱收入，再将其兑为银两运回，使用汇票可避免白银被集中运出而带来银钱比价上涨，从而兑出较多银两。可见，长途汇兑能够平抑实银在地区间大规模流动引起的周期性银价波动，保护商人获利免受币值冲击。因此，19 世纪初长途商贸领域对汇票需求增长，成为票号产生的一个重要原因。

18 世纪末、19 世纪初还出现了新的专业放贷机构——账局。据黄鉴晖考证，账局诞生于乾隆年间，到咸丰时期，在北京、天津、山西汾州和太原两府以及张家口、库伦等北方市镇皆有分布。账局同样在长途贸易发展基础上产生，主要面对商品流通中的资金周转需要，通常只选取贸易集散中心市镇设庄，经营商业存放款。账局的诞生也与市场银根紧缩有关，其能为工商业提供稳定贷款，维持市面流通性，特别是在购销集中时期缓解资金紧张。因此当咸丰三年（1853）太平军进逼北京时，“借贷日紧，则由银钱帐局各财东……立意收本，但有还者，只进不出，以致各行生意不能转动”，[⑧] 而该年北京的账局已有 268 家。[⑨] 可见，账局在当时已成为市场上举足轻重的资金供应方。

总体而言，19 世纪初，银钱比价波动、白银短缺的货币环境促使金融市场集中作出创新，钱庄、票号、账局这些业态或首次进入市场，或在业务上出现重要拓展，而其借贷业务的核心功能在于补充商业周转资金。因此，19 世纪中期前后，由市场定位各异而又相互联系的若干业态组成的多层次金融体系围绕商业融资需求而形成。[⑩]

---

① 李光庭：《乡言解颐》卷 4《物部上》，道光刻本，第 22 页。
② 中国人民银行总行参事室金融史料组编：《中国近代货币史资料 第一辑 清政府统治时期（1840—1911）》，第 138、126 页。
③ 林则徐：《林文忠公政书》乙集卷 5《湖广奏稿》，光绪三山林氏刻林文忠公遗集本，第 10 页。
④ 叶调元：《汉口竹枝词》，雷梦水等编：《中华竹枝词（四）》，北京古籍出版社，1996 年，第 2596 页。
⑤ 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，山西经济出版社，2002 年，第 12 页。
⑥ 魏源：《军储篇三》，《古微堂外集》卷 8，宣统元年国学扶轮社铅印本，第 25 页。
⑦ 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第 27–28 页。
⑧ 王茂荫：《王侍郎奏议》卷 3《请筹通商以安民业折》，光绪十三年（1887）刻本，第 22 页。
⑨ 黄鉴晖：《清代帐局初探》，《历史研究》1987 年第 4 期。
⑩ 周建波：《明清山西商人多层次金融体系的创新及其局限性》，《中国经济史研究》2017 年第 6 期。

二、清代典当、印局和账局的利率特征

（一）典当业

清代正规典当铺利率首先受到法律、法令限制。这反映了国家干预在影响国计民生的金融发展中的作用。[①]《大清律》规定："凡私放钱债及典当财物，每月取利并不得过三分。"[②] 此外各地官府还常对典当业提出减息要求，多有减至二分及以下者。[③] 虽然典当铺利率在不同地区、城乡之间往往存在差别，商品经济较活跃的市镇利率水平通常高于商品经济较落后的地方，但总体来看，绝大部分地区大多数时期的典当利率一般分布在每月二三分之间。[④] 这一利率水平自南宋就大抵如此，至民国时期依然维持不变，说明利率与业态之间存在稳定联系。[⑤]

作为主要服务于生活和农业再生产用途的借贷机构，典当铺也向传统工商业提供资金。在清代资料中，典当铺发放的明确用于工商业经营的贷款利率大体与一般典利相当。如嘉庆十五年（1810）在山东曲阜，孔府执事姜玉照为从事"合伙贸易"，"揭到增义号京钱八百千,二分半起利"；[⑥] 又如道光十二年在四川巴县，开染坊的唐永清"借蚁永发银一百两，蚁永义银五十两，注利二分"。[⑦] 而且典当业的传统原则是"当物眼同估价，不准信当桠当"，[⑧] 只讲对物的信用，不重对人的信用，对相熟或信用好的工商铺户原则上也不能予以价格折扣，因此工商业面对的利率标准与其他用途并无二致。

但是，典当铺实行差额利率制度，针对不同贷款数额收取差异化利息。根据表 1 对部分差额利率实例的整理，可知清代各时期都存在对大额借贷收取较低利率的情况，如当本在十两以上的贷款，利率通常低于三分，甚至可以达到一分或一分半，享受较大优惠。这虽是一种基于金额的价格区分，但实际上不同客户群体的资金需求额本就存在差异，工商业者用于生产和流通的资金数额通常远高于普通民众日常生计所需，而且"贫民衣饰有限，每票不及一两者多"。[⑨] 因此，工商业从典当铺实际能够获取的大额借贷利率多在一分半至二分之间。乾隆时汤聘在奏疏中称，"近闻民间典当，竟有收当米谷一事，子息甚轻"，[⑩] 也佐证了商人面对的典当利率较低。

典当铺利率水平首先由其资本规模与来源决定。清代典当铺的资本额差异较大，通常从数千两到数万两不等。而不同规模典当铺收取的利息经常有所差别，资本额较多的"大当"利率略低于资本额较少的"小当"，如乾隆二十九年福建省规定，"大当行息二分，限期三十六个月为满；小典行息二分四厘，限期二十四个月为满"。[⑪] 此外，内务府经营的皇当和各级官府、八旗开设的官当利率也显著低于普通私营典当铺。清代皇当利率通常在八厘、一分至二分之间，

---

① 清代的典当可根据是否遵守法定程序设立以及是否缴纳典税，分为正规典当铺和非法设立的"私押"两类。由于许多私押资本规模极小，缺少专业化经营，甚至连经营场所也不固定，因此本文主要关注正规典当铺的利率特征。

② 《大清律例》卷 14《户律・钱债・违禁取利》，天津古籍出版社，1993 年，第 269 页。

③ 如康熙四十二年（1703），苏州府常熟县降减典利，"着令各典务遵督部院宪行，概以二分起息，多者递减"，将利率限制在月息二分。见刘秋根编：《中国典当史资料集（前 475—1911）》，第 273 页。

④ 刘秋根：《中国典当制度史》，上海古籍出版社，1995 年，第 222-235 页。

⑤ 宓公干：《典当论》，大东图书公司，1978 年，第 192-193 页。

⑥ 曲阜师范学院历史系编：《曲阜孔府档案史料选编》第三编《清代档案史料》第 15 册《商业高利贷工食物价》，齐鲁书社，1981 年，第 94 页。

⑦ 四川省档案馆、四川大学历史系编：《清代乾嘉道巴县档案选编》，四川大学出版社，1989 年，第 356 页。

⑧ 陆国香：《中国之典当（四）》，《银行周报》第 12 卷第 6 期，1936 年 2 月 18 日，第 19 页。

⑨ 刘秋根编：《中国典当史资料集（前 475—1911）》，第 272 页。

⑩ 《皇清奏议》卷 45，民国影印本，第 5 页。

⑪ 刘秋根编：《中国典当史资料集（前 475—1911）》，第 280 页。

各地官当利率多为一分半、二分。[①] 这既是由于皇当和官当的资本规模较大，也因官营典当铺还具有市场调控职能，发挥引导民间当铺降低利率的作用，故利润目标低于私营典当铺，比如内务府经奏准规定皇当每年最低利润率仅为八厘（8%）。[②] 这样，皇当、官当就能以较低利率运营。

表 1　清代典当铺差额利率实例

	<1 两	1–3 两	3–10 两	10–30 两	30–50 两	50–100 两	>100 两
康熙年间，浙江湖州	3 分	2 分	2 分	1 分 5 厘	1 分 5 厘	1 分 5 厘	1 分 5 厘
乾隆十六年，湖南	3 分	3 分	3 分	2 分	2 分	2 分	2 分
乾隆四十八年，福建	2 分 4 厘	2 分 4 厘	2 分	2 分	2 分	2 分	2 分
乾隆三十五年，浙江	2 分	1 分半	1 分半	1 分	1 分	8 厘	8 厘
同治八年起，江苏	2 分 8 厘	2 分 8 厘	2 分 8 厘	2 分 6 厘	2 分 4 厘	2 分 4 厘	2 分 4 厘
光绪七年，天津	3 分	3 分	3 分	2 分	2 分	2 分	2 分
光绪二十七年，北京	3 分	2 分 5 厘	2 分 5 厘	2 分	2 分	2 分	1 分 5 厘

资料来源：刘秋根编：《中国典当史资料集：前 475—1911》，第 272–296 页。

但总体来说，典当业资本规模在传统金融业态中并不算高，直到清末，大当铺的资本也只有数万两，远低于票号这样的新兴业态。为增强资金实力，典当铺还采取传统金融机构通行的附本（护本）制度，在资本不足时由股东临时筹集资金，以免出现流动性危机。据民国时期的估计，典当业附本比例大约与正本相当："一典之中，除正本外，尚多附本。最少须加多一半。"[③] 清末典当业的附本比例大致不超过这一水平。

另外，典当铺还吸收社会存款以充实资金。康雍以后，典当铺吸收存款已成为常规，不仅有私人的零星款项存放其中，还吸纳了大量官款。如乾隆年间永嘉县士绅捐建育婴堂，竣工后"巡抚方敏恪公观承发帑银一千两，并捐项俸银，交典生息……以供经费"。[④] 又如道光二年经总督请求，"于江苏藩库耗羡等项下，拨银十万两，发典生息，每年共得息银一万二千两"。[⑤] 根据 1912 年农商部调查，全国各省典铺资本总额为 89 754 006 元，而存款总额达到 33 387 530 元，约相当于资本的 37%；一年间当出金总额为 90 524 119 元，架资比约为 1.01。[⑥] 这说明清末典当业中存款与资本之比较低，在资金运用上杠杆较小，主要依赖自有资本而非社会资金放款。

其次，典当业利率与其抵押贷款的经营模式有很大关系。典当铺经营的动产或不动产抵押中，一是抵押品种类繁多且价值零碎，难于标准化。民国期间对北京典当业的一项调查显示，当物主要包括估衣、首饰、铜锡、钟表、杂项（包括古董、字画、家具、瓷器等）五类，[⑦] 这些货品不仅整理、保存需耗费人力、物力，还需专业人士进行估价。二是一旦放款无法收回，抵押物在变现过程中往往发生极大价值损耗，包括物理上的败坏、损毁，以及出售时跌价或无法变现等风险。因此，相对信用贷款而言，抵押贷款，特别是动产抵押的运营成本较高。

① 刘秋根：《中国典当制度史》，第 241 页。

② 韦庆远：《明清史辨析》，第 90 页。

③ 宓公干：《典当论》，第 191 页。

④ 张宝琳修，王棻等纂：《永嘉县志》卷 35《庶政志》，光绪八年刊本，第 5 页。

⑤《清宣宗实录》卷 32，道光二年闰三月乙酉。

⑥ 架资比即架本数额与资本的比值。架本即典当业营业额，通常以押放贷款的总数来计算。农商部总务厅统计科编纂：《中华民国元年第一次农商统计表》上卷，上海中华书局，1914 年，第 267 页。

⑦ 中国联合准备银行调查室编：《北京典当业之概况》，中国联合准备银行调查室，1940 年，第 39–40 页。

最后，从市场定位看，不同于票号、账局等主要面对商号的金融机构，传统典当最基础的功能是为乡村农户和城市小工商业者提供服务。光绪《文登县志》载："典肆之设，所以裕国课而济民生……春初开市，先将男女改岁布衣质钱，以治田器。天道日燠，布被棉袄拆洗洁净，败装敝囊，及穷裤袜履之未着者，俱可质钱。无不可当之物，惟无丝衣，首饰间有之，值亦不昂……二分期至，旬日赎取过半，复以田器易之。"① 可见农村典当多为平滑农民日常生产与生活开支的季节波动，提供一年以内小额贷款。城市典当也往往服务于平民的短期生活资金需求，使"贫户有通财之处"。② 因此典当铺面对的需求通常小而分散，放款规模小而期限较短。

这种抵押贷款和小规模、短周期放款的经营模式使得典当业经营成本较高，需收取更高利息作为补偿。同时，由于客户群体以平民为主，借款需求弹性小，只能成为价格接受者，所以典利降低十分不易，历来都由官府或地方士绅推动，无法靠市场自发实现。因此，典当铺发放的工商业贷款利率虽低于普通典利，但通常也达到一分半至二分，相比其他金融机构偏高。这说明典当在业态属性上无法很好地匹配工商业融资需求。

（二）印局和账局

印局与账局都是专营信用借贷的金融机构。从产生时间上看，印局早于账局出现，主要面向城市平民、小商贩的日常资金需求，账局的客户则多是工商业和金融机构。印局与账局的放款业务都可以分为两类：一是针对个人发放贷款，这是印局的主要业务、账局的次要业务。印局的个人贷款以贫民的短期小额贷款为主，而账局的个人贷款针对候选、赴任官员发放，即所谓的"放京债"。二是向工商铺户和金融机构发放贷款，这是账局的主要业务、印局的次要业务。账局诞生之后，就成为维系工商业运转的重要资金供给主体，"各行铺户皆借此为贸易之资"，同时也是印局、钱铺等小型金融机构的资金来源，如"钱店之懋迁半出帐局"。③ 而印局在清末也通过"转本"方式向城市中小型商铺、手工作坊、饭铺酒肆、皮局棚铺等工商业放贷，④ 成为工商业的重要资金来源，如咸丰年间戴铨等奏称，"京师地方，五方杂处，商贾云集，各铺户借资余利，买卖可以流通。军民偶有匮乏日用，以资接济，是全赖印局之周转"。⑤

印局与账局在工商业贷款中收取的利率大幅低于个人贷款。印局对平民放款利率往往较高，除放款时先讲扣头外，利息更远高于正规典当铺。1926 年对汉口印局的调查记载，印局对车夫及小商店劳动阶级普遍实行"加一钱"的利率，即月利高达 10%，但在借券手续上仍写每月二分至三分利；若贷款给乐户或妓女个人，利率更高，甚至有三个月加倍的情况；其他普通利率也有每月五六分。⑥ 同样，账局的京债放款利率也比较高，甚至被称作"利之十倍"的生意。《晋游日记》记载乾隆年间京债放款"必先讲扣头……以缺之远近，定扣之多少，自八九至四五不等，甚至有倒二八扣者。扣之外，复加月利三分"。⑦ 刘秋根等通过分析晋商玉盛吉账局的资料，也发现道光年间京债利率有"二分行息""每月一分行息""每月三分行息""照典行息"等记录，多在三分以下。⑧ 可见这类业务利率大体接近典当。

---

① 刘秋根编：《中国典当史资料集（前 475—1911）》，第 395 页。

② 光绪《续纂江宁府志》卷 6《实政》。

③ 《宫中档朱批奏折》，咸丰三年三月十四日翰林院侍读学士宝鋆奏，中国第一历史档案馆藏，档案号：04-01-01-0849-008。

④ "转本"是印局特有的一种借贷方式，后文有详细说明。参见刘秋根、陈添翼：《清末北京印局及其对工商业的放款——以晋商〈宣统三年转本底账〉为中心》，《人文杂志》2018 年第 3 期。

⑤ 《祁寯藻等奏京城官设印局之事暂缓办理折》，咸丰三年七月初九日，中国第一历史档案馆编：《清代档案史料丛编》第 11 辑，中华书局，1984 年，第 55 页。

⑥ 黄既明：《汉口之平民金融》，《银行杂志》第 3 卷第 8-9 期，1926 年。

⑦ 李燧：《晋游日记》卷 3，《晋游日记 同舟忠告 山西票商成败记》，第 69 页。

⑧ "照典行息"即按照典铺利率收取利息。刘秋根、杨帆：《清代前期账局、放账铺研究——以五种账局、放账铺清单的解读为中心》，《安徽史学》2015 年第 1 期。

然而在工商业贷款中，印局和账局收取的利率显著降低。刘秋根等基于刘建民收藏的《转本底账》，统计宣统年间印局“转本”借贷的年利率大致在10%–20%之间，相当于月利二分以下。① 陈添翼等对嘉庆后期至咸丰初期玉盛号、玉盛吉、永锡号三家北京账局的4249笔放款记录进行统计，发现一分二厘和一分（含）以下两个利率区间集中了93.3%的放款。其中，多数商号以一分二厘的固定利率从账局借贷资金。而月利在一分（含）以下的1255笔贷款则为浮动利率，其借款商家一部分是资本充足、信用较高的票号、账局，如日升昌、蔚泰厚、承光庆等，另一部分则是得到这些票号或账局作为第三方信用担保的商号。②

这种利率结构差异主要是由不同业务的经营特点决定的。相比平民放款，印局的工商业贷款对借贷对象资信要求较高，主要贷给有稳定往来的商号。这降低了信用风险，有助于推动利率下降。同时，发放这类贷款的印局往往资本实力较强。“转本”借贷方式是在以银两记账的印局中采用的，属于行业中规模较大者，如《转本底账》涉及的印局于1911年因伙友与财东重新组合而重立字号，③ 在资本组织上存在合伙情况。

账局的工商业贷款同样大多面对有密切往来的商号、商人，借助人情关系和内部信息在一定程度上规避贷款风险。民国时期东亚同文书院的调查显示，账局在借款中根据商户经营情况确定不同信用等级，并索取相应的风险溢价，“将欠债人分为上中下三等，上等月息0.4%至0.5%、0.6%，中等0.7%、0.8%，下等1%至1.2%”，“从事稳当的商业且固定资本充足的负债者视为上等，固定资本不多，但有官员或盐商资格且知根底的视为中等，一家诚实、生意兴旺但资本不多的视为下等”。④ 通过建立这种资信管理体系，信用放款也可保证较高还款率。并且有时借款商号还会主动提供票号或其他账局的会票银作为抵押，或通过票号、其他账局付还借款以作担保，以换取利率进一步降低。

而相比之下，账局放京债的风险性较高，既可能因官吏被贬黜、革职或丁忧、身故等无法收回，还可能被朝廷视作高利盘剥，遭遇禁止和处罚。如嘉庆时御史巴龄阿奏请严禁私放官债，上谕：“如有违例私设帐局者，即行拿究，其潜赴外省官员任所索欠者，该督抚访闻一并查参究治。”⑤ 在这种背景下，有的账局对官员发放贷款，坏账率竟达50%之多。⑥ 因此，京债的高利率可说是针对高风险信用贷款收取的风险补偿。

但是，在利率都相对较低的工商业贷款中，印局收取的利率明显高于账局。这是因为印局的整体经营成本和风险都更高。其一，印局运营以短期小额贷款为主，“借款以钱码为多，数目由二串至二三十串不等，至多以一百串为限。日期分四个月、六个月、八个月，最多以十个月为限，须视借款人之信用以定之”。⑦ 其二，印局的客户多是贫民、流民等难以保证信用的群体，且贷款依靠信用或担保，不收取抵押品。⑧ 其三，印局的贷款回收常采取分期还款方式，甚至逐

① 刘秋根、陈添翼：《清末北京印局及其对工商业的放款——以晋商〈宣统三年转本底账〉为中心》，《人文杂志》2018年第3期。

② 陈添翼、刘秋根：《嘉道时期北京账局的工商业借贷研究》，《河北师范大学学报（哲学社会科学版）》2020年第6期。

③ 刘秋根、陈添翼：《清末北京印局及其对工商业的放款——以晋商〈宣统三年转本底账〉为中心》，《人文杂志》2018年第3期。

④ 冯天瑜等编，李少军等译：《东亚同文书院中国调查资料选译》上册，社会科学文献出版社，2012年，第503页。

⑤《清仁宗实录》卷308，嘉庆二十年七月丁酉。

⑥ 刘秋根、杨贞：《明清“京债”经营者的社会构成——兼论帐局及放帐铺》，《河北大学学报（哲学社会科学版）》2011年第2期。

⑦ 黄既明：《汉口之平民金融》，《银行杂志》第3卷第8–9期，1926年。

⑧ 印局放款通常需要保人，保人对借款“担负全数偿还责任”；也有不需要担保的情况，即通过“立折”方式给借贷客户开立“账折”以便对账，这往往处于“相与”之间，以熟人信用作为还款保障。参见黄既明：《汉口之平民金融》，《银行杂志》第3卷第8–9期，1926年。

日还款，“如借钱十千或八千，则分一百日清还，每日还钱一百或一百二十文不等”。① 这种方式将借款者的还款压力分摊到多期，降低了信用风险，“虽利钱不菲，然零星归款，子母双清，负贩小民尚觉轻而易举”，② 但也使得经营者常要外出收款，运营成本偏高。即便是发放“转本”借贷，印局也采用分期还款做法，以 10 的倍数借贷，最少 50 两，最多不超过 1000 两，并以 5 次或 10 次（也有 2 次或 4 次）平均收回本钱，利息与本金对应归还。③ 这虽然加快了本金的回收、周转，但多批次还款增大了经营成本，因此也推高了利率。

而账局则坚持同优质商户长期稳定合作，降低了经营成本，从而能够供给低成本资金。由于其针对的地域和客户群体比较集中，面对的市场需求只取决于特定地域或行业情形，放款多以镖期确定期限和利率。④ 如在张家口、库伦等地主要服务于中俄间茶叶贸易，受贩运和进出货周期影响；在京城，同样有“闻帐局自来借贷，多一年为期，五六月间各路货物到京，借者尤多”的情况。⑤ 这使其在运营中只需维护少数长期合作客户，节省了信用调查、甄别和贷款催收的高额成本，且信用风险相对较低。

总体来说，印局与账局在清代各类金融机构中属于资本较少者。据 1926 年统计，汉口印局“资本雄厚者，有十余万，最少则五六百元，至一二千元”，⑥ 清末印局的资本规模应不大于这一水平。账局方面，清末北京有档案可查的 52 家账局资本总额为 1 138 680 两，平均每家 21 800 多两，不及票号的十分之一，最少的一家只有 3200 两。⑦ 账局通常仅于一地设庄（至第二次鸦片战争后才开始设立分号），也说明资本规模有限，资金供给缺乏规模效应。但是与只发放抵押贷款的典当业相比，印局和账局因可以发放信用贷款，运营成本更低，有利于利率降低。

在典当、印局、账局这三类主营借贷的金融机构中，较早出现的典当和印局主要服务于平民大众，放款金额小、期限短，经营成本与风险偏高，需收取较高利息作为补偿。而清中期才出现的账局主要面对规模较大、信用较好的商号和机构，放款金额较大，风险较低，所以利率也较低。在工商业贷款方面，典当和印局的利率高于账局，不能很好满足工商业发展对大规模、低成本资金的需求，而账局虽利率较低，但能够覆盖的区域、行业和客户都十分有限，供给能力有所不足。此外，这三类机构基本都利用自有资金放款，资本以外的资金来源不足，严重限制了向工商业贷款的规模和期限。随着清末工商业资金需求增长，市场迫切需要供给能力更强的金融机构加入放贷行列。票号和钱庄的贷款业务正是在这一背景下发展壮大起来。

三、晚清票号和钱庄的利率特征

（一）票号

在票号发展早期，贷款作为非主营业务，往往不受重视，“非于资金停滞时，票号大都不愿放款”。⑧ 随着清末市场需求改变和票号自身运营需要，放款业务地位不断提升。如日升昌票号在同治朝以前，利润来源只有汇费和平色两项。然而到 1906 年，放款利息已成为该号最重要的利源之一，对利润的贡献率达到 44.25% 之多，在北京、天津、上海（含芜湖）、扬州（含清江

---

① 张焘：《津门杂记》卷下《打印子》，《津门杂记 天津事迹纪实闻见录》，天津古籍出版社，1986 年，第 111 页。

② 《印钱奇紧》，《申报》，1880 年 10 月 20 日，第 2 页。

③ 刘秋根、陈添翼：《清末北京印局及其对工商业的放款——以晋商〈宣统三年转本底账〉为中心》，《人文杂志》2018 年第 3 期。

④ 镖期也称标期，指商人在贸易活动中清偿债务、现银结算的规定期限，通常有年标、冬夏春秋四季标期。

⑤ 王茂荫：《王侍郎奏议》卷 3《请筹通商以安民业折》，光绪十三年刻本，第 22 页。

⑥ 黄既明：《汉口之平民金融》，《银行杂志》第 3 卷第 8–9 期，1926 年。

⑦ 黄鉴晖：《清代帐局初探》，《历史研究》1987 年第 4 期。

⑧ 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第 748 页。

浦）、浙江、桂林等地分号中，利息贡献比重在60%以上，远远超过汇水。① 可见，20世纪初票号已转变为一种汇兑与存放款并重的金融机构，存贷款成为其第二大类业务。

表2是笔者整理的票号对商号和金融机构放款利率的部分实例。从中可见，利率约在月息六厘至一分之间，这印证了陈其田所说的“利息按月计，自六七厘至一分”。据时人记载，票号放款利率有两个特征：一是针对不同群体收取不同利息，放款给钱庄、大商号“利息甚微”，给官吏、候补官吏则“因冒危险较重，而利息也较高”；二是“放款的利息并无一定，须视金融状态如何”，“按市场银根的松紧而不同”。②

表2　清代票号对大商号及金融机构放贷利率表

时期	票号	借款客户	利率
咸丰	日升昌清江浦分号	郁丰号	月息 0.7%
	日升昌清江浦分号	丰兴典	年息 7%
	日升昌清江浦分号	裕泰典	月息 0.6%
	日升昌清江浦分号	德馨堂	月息 0.8%
光绪	天津日升昌、蔚泰厚、裕源永、大盛川、福成德	庚子后为聚通恒钱铺通融积欠款	月息 0.8%
	厦门协同庆、蔚长厚、蔚盛长、新泰厚、蔚泰厚、源丰润	上海、天津、营口、福州钱庄	年息 8%–9%
		地方银行	年息 8%–9%

资料来源：黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第36、301、315页；根岸佶纂：《清国商业综览》第4卷，丸善株式会社，1907年，第390页。

票号放款对象主要为钱庄、大商号和官僚。对于钱庄和大商号，票号能提供较低利率的原因在于其独特的业态优势。其一，作为传统金融体系中最晚出现的业态，票号资本额通常为十万至数十万，是清代各类金融机构中规模最大者，而且还可通过倍本（护本）制度增加资本。如天成亨原有资本7万两，护本为2.8万两；大德通在1884年改组时资本为10万两，此后多次倍本，至1908年资本已达22万两。③ 雄厚的资本实力是其能以较低利息放款的重要条件。

其二，票号可以吸纳大量存款以壮大资金力量。“票庄存款之收储，动辄数百万，且多不计子息，各庄借此以营生业，而获利息……吾晋票庄祁、太、平三帮，共二十余家……自庚子至辛亥，为极盛时代，每家存款多则七八百万两，少则二三百万两。”④ 票号存款多为官款和官吏存款，性质与康雍乾时期典当业中的官款存储并无二致，所不同者是随着洋务运动推动下中国工业化的发展，政府财政规模扩大，加上票号有意识地吸收官款，存款金额更大。这反映了国家财政与民间金融结合的加深，既有助于国家通过发款生息方式扩大公共品供应，更有助于民间经济发展，这也是票号位居传统金融业顶端的原因。票号存款期限多为六个月至一年，存款利息普遍低于钱庄，约在二厘至八厘之间，按期限长短有所不同。较大的存款规模和较低的资金成本为发放贷款创造了良好条件。据1912年天成亨等14家票号的存放款统计清单，号均放款达225万两，远高于各家票号的资本规模。⑤ 按燕红忠估计，辛亥革命前票号总资本与放款比例已由19世纪七八十年代的7.94%降至4.09%。⑥ 这表明票号放款已突破自有资本限制，利用社

① 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第630页。

② 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第747–749页。

③ 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，585页。

④ 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第742页。

⑤ 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第498页。

⑥ 燕红忠：《山西票号资本与利润总量之估计》，《山西大学学报（哲学社会科学版）》2007年第6期。

会存款增加贷款规模。

其三，票号在运营中将贷款与存款、汇兑，尤其官款汇兑结合起来管理。19 世纪 50 年代太平天国运动爆发，南方各地运送京师的税收之路中绝，清政府不得不改变鞘银运送的落后方式，于 1862 年允许票号汇兑官款，从此走上依靠税收，尤其以关税、厘金作保证向民间市场融资的道路。票号汇兑官款有顺汇、逆汇之分。初期多行顺汇，即地方政府将某笔税收交给票号，若干时日后再由该票号的京师分号将这笔款项交到户部，其中票号赚取汇兑费和利用得空期贷款的利息。[①] 后期多行逆汇，即随着地方财政愈发困难，越来越多地要求某票号京师分号先行向户部交款，若干时日后再由地方政府将税款交与当地票号。这相当于票号对政府贷款，赚取汇兑费和贷款利息。与官款存储中政府承担债权人角色不同，逆汇中政府承担债务人角色，因而更有发展工商业的动力以偿付债务。国家财政和民间金融结合愈来愈深，大量官款由此进入票号体系。而票号为使这些汇兑款得以周转，对“汇兑存款所来的活款，亦未尝一日停滞”，[②] 其中放款是一条主要途径。这使得较低的存款成本能够转化为放款成本，有助于降低放款利率。

其四，票号的放款模式能够有效规避信用风险。票号放款大部分属于无抵押信用贷款，但往往基于对贷款人资信的严格选择，多选取与票号或其关联商帮、商号有长期业务往来者，以生意上的联系形成还款约束，对小商号与非官吏的个人贷款者则概不交易。这也是有评论认为“票号之放款，则不独信用，且含有势力的意思，更无所谓抵押”的原因。另外，票号也发放一定比例的担保或抵押贷款，特别是对信用不够深厚的商号，常须“看贷抵押，或以钱庄为保证人”。[③] 所以综合来看，放款风险较低，也就不需收取太高的利息补偿。

最后，票号背后的商帮势力也影响利率高低。在山西票号的三大主要帮别中，“平遥帮放出之款，多仅六厘，至多亦仅七厘而止，甚且有仅取五厘者；若祁、太两帮，则往往多至一分，平均之数亦七八厘”。[④] 平遥帮不仅是票号的首创者，也始终占据最大市场份额，至辛亥革命前，平遥帮经营的票号还有 11 家，约相当于祁县、太谷两帮的总和。[⑤] 可见，商帮较强的资本实力和市场势力有助于提供更低利率的贷款。

与账局类似，票号也向官吏和候选官吏发放贷款，并收取较高利息。从票号经营来看，贷款给官吏、士子，似乎不符合其选择高信用主体交易的审慎原则，但这项业务能够维护与特定群体的关系，以便未来汇兑更多官款和吸收更多政府存款，“此种放账，与存款有连带的关系，将来归还借款时，亦即存款交易时也”。[⑥] 因此，通过高风险的官吏贷款，票号可以获取稳定的大规模、低成本存款，进而有利于降低贷款利率。

此外，票号常依照市场银根松紧来确定放款利息，“由票庄派委经手人，调查市面金融（即银根之谓）情形，酌定利息，而贷付之”。[⑦] 所以利率虽整体较低，但却有着较大变动幅度，“在极迟缓之时期，故普通为最低之五厘；至块银甚缺之时，其最高尝有三分之重利”。[⑧] 根据日本驻重庆领事馆代理事务池永林一的记录，票号不同月份的放款利率会跟随商品贸易中生产、运输、结算周期而波动（如表 3 所示）。这说明利率直接受短期货币市场影响。

---

① “得空期”指票号汇兑业务中，交汇日与言定异地支取日之间的时间。票号在这段时间内拥有对交汇资金的支用权。
② 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第 748 页。
③ 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第 749 页。
④ 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第 749 页。
⑤ 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第 466 页。
⑥ 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第 749 页。
⑦ 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第 748 页。
⑧ 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第 307 页。

表 3　1903—1906 年重庆票号月利表

	1903 年	1904 年	1905 年	1906 年	备注
正月	6–7 厘	6–7 厘	6–7 厘	6–7 厘	
二月	6–7 厘	6–7 厘	7–6.5 厘	6–7 厘	
三月	6–8 厘	6–7 厘	7–8–9 厘	7–8 厘	鸦片期节
四月	8 厘 –2 分	7–8–9 厘	9–8–9 厘	7–6 厘 7–8 厘（闰四月）	鸦片期节，盐款结付黄纱出卖，整理银行账簿
五月	2–1 分	8–7–6 厘	9–7–8 厘	8 厘 –1 分 –7 厘	鸦片期节，黄纱出卖，端午节，江水渐增
六月	8 厘	7–8–9 厘	7–6.5 厘	6–5.5 厘	江水涨溢
七月	8 厘 –2 分	9 厘 –1 分 –8 厘	6.5–7 厘	5.5–6 厘	付结盐款，整理银行账簿
八月	2 分 –3 分 –1 分 5 厘 –1 分 3 厘 –1 分 2 厘	9 厘 –1 分 2 厘 –1 分	8 厘 –1 分 2 厘	6–7–8 厘	中秋节
九月	1 分 –1 分 2 厘	9–7 厘	1 分 –8.5 厘	8–7 厘	江水渐退
十月	1 分 2 厘 –8 厘	8–7 厘	9–8 厘	7–8–7 厘	整理银行账簿
十一月	8–7–6 厘	7–6 厘	7–6 厘	7–6–7 厘	
十二月	6–7–8 厘	7–8–9 厘	7–6 厘	7–8–9 厘	

资料来源：黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第 308 页。

这种状况同样是由票号经营特征决定的。票号在业态属性上以汇兑为基本业务，汇兑额常大幅高于存款额。据刘建生估计，19 世纪 50 年代汇票发行量约为存款量的 7.3 倍，20 世纪初汇票发行量仍约为存款量的 3.4 倍。① 这种业务结构使得票号放款的资金来源不仅有资本和存款，更有处于得空期的汇兑款，因而资金成本受短期市价制约。

池永林一在报告中指出："业金融者之借款利息，常由期限之长短而各异。于长期之借款反要求重利者，盖以短期借款为本之故……票帮于其业务之经营，不别设以汇划资金及借款资金之区别……借款利息，与自当地发行定期付给之汇票利息，其结果至无所区别，至使二者有非常变动之弊。"② 运用汇兑资金和短期存款补充借贷资金的模式给票号带来了严重的期限错配问题：一方面使放款利率深受汇划利率影响，因而波动幅度大，常出现一分以上的较高利率；另一方面限制了放款期限，造成短期贷款常以一个月、两个月或三个月为限，长期贷款多以一年为限的局面。

（二）钱庄

随着清代商品经济发展，钱庄在兑换业务之余，开始经营存放款。据刘秋根等考证，清前期钱庄已有放款活动，其中包含向牙行、手工业、矿冶业、运输业等发放的工商业贷款。③ 到清代后期，钱庄职能逐渐转变，放款业务大幅增长。辛亥革命前几年，上海各家钱庄放款量已增至数十万乃至百万两以上，放款成为最重要的业务。如顺康钱庄 1905 年经营收益中，拆放利息一项占到 92.5%。④ 因此到 20 世纪 30 年代，施伯珩将钱庄定义为"依自己之信用，吸收社会一方之资金而贷诸他方，以调剂金融界之需要与供给，及以货币为交易之企业"，⑤ 表明其已转变为一种主营存贷业务的金融机构。

从表 4 中案例来看，清代后期钱庄对工商业者的放款利率大体在月息八九厘至二分之间，

① 刘建生：《山西票号业务总量之估计》，《山西大学学报（哲学社会科学版）》2007 年第 3 期。

② 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第 307 页。

③ 刘秋根、李潇：《清代前期钱铺银号的放款研究》，《河北大学学报（哲学社会科学版）》2013 年第 6 期。

④ 中国人民银行上海市分行编：《上海钱庄史料》，上海人民出版社，1960 年，第 830 页。

⑤ 施伯珩编：《钱庄学》，上海商业珠算学社，1934 年，第 3 页。

低于典当而高于票号。至清末，一些人士形容钱庄以五至七厘的利率拆进款项，“出借于人，月必拆息一二分不等”，① “以 10% 的利息转贷于商店老板”，② 利率也大致相符。由于客户来自不同阶层、行业，因此利率往往因人因业而异，差别较大。如 1858 年上海钱庄通常以 10 天或 20 天期票对一般货物商和鸦片商放款，在期限内收取较低利息，而若借款者无法如期还款，则按日加收利上加利的利息，其中对鸦片商收取 0.3% 的日息，对棉织品批发商收取较低利息。这种利息上升有时甚至能达到月息 8%–10% 之多。③

表 4　清代钱庄工商业贷款利率实例

时间	借款用途	借款客户	利率
嘉庆	开设粪厂	聊城县衣汝芳	月息 2%
	贩卖粮食	甘肃省皋兰县三人	月息 2%
嘉道年间	经商	南海县工商铺店	月息 0.75% 或 0.9%
道光	买骡拴车	护路庄王纯	月息 2%
光绪	经商	沙市商人	月息 0.8%–0.9%
光绪	经商	天津阜昌栈和阜昌厚两号	月息 1.3%

资料来源：刘秋根：《清代前期钱铺银号的放款研究》，《河北大学学报（哲学社会科学版）》2013 年第 6 期；黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第 323 页；黄鉴晖：《中国钱庄史》，第 88 页。

上述利率特征与钱庄的业态属性密切相关。其一，钱庄的资本规模在传统金融业态中处于中等水平，能够为放款提供一定支持。清代钱庄本金以数千至数万两为多，普遍少于票号。如 1858 年，上海城区和租界的 120 家钱庄中有 50 家小钱庄，资本在 500–1000 两；8–10 家大钱庄，账面资本在 30 000–50 000 两；其余钱庄资本在 5000–10 000 两。④20 世纪初汉口钱庄资本，“自二三千两至四五万两，其越十万者则甚少”。⑤ 在初始资本外，钱庄也与典当、票号类似，有附本制度，能够对正本形成补充。另外，钱庄股东按照惯例还会将相当数目存款存入本庄，这种股东存款被称作“内盘”，也是一种充实资本的制度。

其二，钱庄能够吸收存款以增强资金实力，但存款对象少，基本限于有业务往来的工商铺户和亲友范围，数额不足。并且这些存款通常为不定期的，缺乏与贷款适配的存款管理，存贷款之间容易出现期限错配问题，使资金成本有不确定性。

其三，除存款外，晚清钱庄还有一项特殊的资金来源，即从票号、银行拆借款项，这极大提升了其放款能力。1884 年《申报》曾对此评论：“钱庄之本，如沪市汇划字号至多无过 5 万，少则 2 万余，招揽往来户头百十，所放之账辄盈数十万，以为财东声势足以取信，店中存款既起利以予人，不得不放出之牟拆息。而缓急之间，有外国银行、西帮票号以为之援，挹彼注兹，殊觉便捷，虽生意之数十倍于资本，无伤也。”而且愈近清末，拆款规模愈大，甲午战后，上海钱庄向票号拆款长期稳定在二三百万，向外资银行拆款往往达到七八百万，“最盛时期总数约千数百万两，每庄拆进之款最多者约在七八十万两左右”。⑥ 在汉口，亦有“自外国银行扩充以来，对于钱庄之暂时贷款盛行，平均贷出之额约七百万两内外”的情形。⑦

① 《论沪市衰象》，《申报》，1883 年 12 月 6 日，第 1 页。
② J. Edkins, *Banking and Prices in China*, Presbyterian Mission Press, 1905, p. 34.
③ 中国人民银行上海市分行编：《上海钱庄史料》，第 14 页。
④ 中国人民银行上海市分行编：《上海钱庄史料》，第 14 页。
⑤ 《武汉金融志》办公室、中国人民银行武汉市分行金融研究所编：《武汉钱庄史料》，内部发行，1985 年，第 23 页。
⑥ 中国人民银行上海市分行编：《上海钱庄史料》，第 49、61 页。
⑦ 《武汉金融志》办公室、中国人民银行武汉市分行金融研究所编：《武汉钱庄史料》，第 25 页。

以拆借资金放款的模式也加剧了钱庄运营风险。如1878年外商银行收缩200万两放款，钱庄放贷规模随之大幅缩减，“收帐不肯再支者已有数家，拟于年底结帐不复交易者更有二三十家”。[①]1883年倒账风潮期间，很多借款客户周转不灵或倒闭，票号收账不借，银行也停止拆票，导致许多钱庄在坏账和挤提的双重冲击下走向破产。造成这种状况的原因一方面是钱庄的资本充足率普遍过低，“资本不过数万金之庄，而放帐竟多至数百万”，[②]缺乏应对风险的能力。另一方面，使用拆借款项放款会扭曲风控机制。钱庄由于与票号、银行形成了稳定拆借关系，资金可得性提高，常常过度追求放款数额和盈利增长，放宽对借款客户的选择，致使风险性增加。1884年《字林沪报》分析道，当没有长期拆票时，钱庄“执事之人必内度诸己，资本足以转输；外度诸人，期头可无耽误，然后放帐”，而自长期拆票以来，“执事之人不复顾资本厚薄，不复考用户盈虚，掷银与人，惟恐人之不欲”。[③]在充足的拆借资金支持下，只要放款利率高于拆借利率，就倾向于扩大放款。这种较高的经营风险也影响了放款利率水平。

其四，钱庄放款的客户范围比票号更广，特别在工商业领域“十九咸仰赖钱庄”，[④]因此其筛选客户也不像票号那么严格，客户信用总体低于票号。而在放款方式上，钱庄以信用贷款为主，比如1896—1907年上海福康钱庄贷款中有60.9%为信用贷款，1905—1911年上海顺康钱庄贷款中有63.6%为信用贷款。[⑤]这使得钱庄需收取更高利息作为风险补偿。

另一方面，由于资本有限，钱庄放款主要依靠存款和拆借。当存款不足或存贷款期限不一致导致资金链紧张时，就需拆入外部资金济急。因此钱庄对拆借依赖度极高，放款利率显著受到市面金融缓急的影响。如清末民初上海金融市场上洋厘和银拆行市反映了商品生产和销售、国内和进出口贸易周期、商业账期三方面的季节性变动，大体在年底、农产品上市时期和商业结账期较紧张，而在年初和出口旺盛期较宽松。[⑥]因此钱庄放款的资金成本随金融市场的季节性价格涨跌而浮动，利率需要覆盖不同时期加权的拆借利率，无法稳定维持于较低水平。

可见，晚清钱庄与票号类似，也存在贷款与资金来源的结构性错配。票号的错配来自存款、汇兑款项与贷款之间，而钱庄的错配主要源于拆借款项与贷款之间。这使得钱庄同样难以发放长期贷款。并且由于资本额小于票号，客户的总体信用低于票号，经营风险更高，拆借资金成本也常高于票号存款和汇兑款项，因此放款利率比票号更高。

四、传统金融机构的业态局限及其与“利率革命”的差距

（一）传统金融业态创新有助于推动利率下行

从前文可以看出，放款利率高低与业态特征有明确关联。在传统金融机构中，起源最早的是主营抵质押贷款的典当，其次是主营无抵押贷款的印局，这两类业态主要面对私人和小工商业者的小额、零散需求，依靠自有资本放贷，运营成本和信用风险非常高，因此工商业贷款利率也偏高。清代中期以后，专营借贷的账局，以及最初分别以汇兑和兑换为主业，后来向借贷扩展的票号、钱庄三种新业态发展，推动了放款利率大幅下降。它们更多面向工商业放款，因客户信用较好而得以发放规模更大、利率更低的贷款。其中票号和钱庄在晚清还大量使用自有资本以外的低成本资金放款，增加了市场上低利率贷款的供给。

---

① 中国人民银行上海市分行编：《上海钱庄史料》，第44页。

② 中国人民银行上海市分行编：《上海钱庄史料》，第52页。

③ 中国人民银行上海市分行编：《上海钱庄史料》，第51–52页。

④ 《武汉金融志》办公室、中国人民银行武汉市分行金融研究所编：《武汉钱庄史料》，第24页。

⑤ 中国人民银行上海市分行编：《上海钱庄史料》，第780–781、818–819、835页。

⑥ 中国人民银行上海市分行编：《上海钱庄史料》，第593–595页。

希克斯在《经济史理论》一书中指出，“当一个企业已经在这种金融媒介方面专业化时，在广义上说，它已经是一个银行了……银行赚取利润是靠低利率借款”。[①] 可见，随着业态革新，上述金融机构不断改进信用甄别与控制手段，扩大资金来源，并通过专业化经营为工商业提供利率更低的贷款，这一发展已经具备近代金融意义。

综合来看，传统金融机构能以低利率放款的条件主要包括：一、资本规模大，资金来源充足且成本较低，尤其汇兑官款和吸收政府存款，意味着国家财政和民间金融结合加深，更加扩大了资金规模；二、客户信用高，能通过信用管理降低还款风险；三、机构运营以及单笔放款的维护成本低。这正是票号、账局等机构能够在工商业放款中执行较低利率的原因（表 5）。

表 5　五种金融业态及其放款特征比较

	典当	印局	账局	票号	钱庄
基本金融功能	借贷	借贷	借贷	埠际汇兑	初为兑换，后转向借贷
资本额	数千至数万两	数百至十余万两	数千至上万两	十万至数十万两	数千至数万两
资金补充方式	附本、存款		存款	附本、存款、汇兑款项	附本、内盘、存款、同业拆借
主要放款属性	小额抵押放款	小额信用放款，有时需担保	信用放款为主	大额信用放款为主	信用放款为主
主要放款客户	农户及城市中小工商业者	城市贫民、流民、中小工商业者	城市工商业、小型金融机构、官员	钱庄、大商号、官员	工商业、官吏、平民
机构运营风险	抵押物流动性风险及价值损耗	还款风险	京债还款风险、法律风险	官吏贷款还款风险	还款风险、拆借收缩风险
工商业放款成本	抵押物估价、保管、变现	贷款分期回收	维护与商户往来关系	资金成本（汇兑、存款）	资金成本（同业拆借、存款）
工商业放款规模	数两到百两以上	五十至一千两	数百至上千两	数百至上千两	数百两
工商业放款期限	以 1–3 年为限	5 个月或 10 个月	3 个月至 1 年	1 年以内	6 个月
工商业放款利率	1 分半至 2 分	2 分以下	1 分以下至 1 分 2 厘	6 厘至 1 分	8、9 厘至 2 分

资料来源：黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第 36 页；刘秋根：《清代前期钱铺银号的放款研究》，《河北大学学报（哲学社会科学版）》2013 年第 6 期；陈添翼、刘秋根：《嘉道时期北京账局的工商业借贷研究》，《河北师范大学学报（哲学社会科学版）》2020 年第 6 期；刘秋根、陈添翼：《清末北京印局及其对工商业的放款——以晋商〈宣统三年转本底账〉为中心》，《人文杂志》2018 年第 3 期；黄鉴晖：《中国钱庄史》，第 85、88 页；张国辉：《晚清钱庄和票号研究》，社会科学文献出版社，2007 年，第 166 页。

清代金融机构中，对工商业平均放款利率最低的是票号，其次是账局和钱庄，而典当与印局贷款利率相对偏高。就数值来看，传统金融机构的放款利率最低可达月利六七厘，即年息 7%–9% 之间。但这种低利贷款可得性不高，仅发生在票号向少数钱庄、典当、大商号放款之时。普通工商业借贷更多需诉诸钱庄等机构，利率往往达到年息 10% 以上。

上述结构充分展现了业态创新对利率水平的影响。利率降低有赖于资金规模效应、风险控制能力和运营成本共同作用，而这三方面的制度设计与效能发挥要依靠持续的业态创新加以完善。清代在商品经济繁荣、可贷资金供求增长的背景下，整体步入一个信用相对宽松的时代，

① 约翰·希克斯：《经济史理论》，厉以平译，商务印书馆，1999 年，第 72 页。

特别是在 18 世纪出现明显的利率下行趋势，许多地区典当利率由法定的三分降至二分、一分半甚至更低。到 19 世纪，在市面银根紧缩和工商业的旺盛需求推动下，民间金融市场完成了一系列革新，出现了账局、票号等新兴业态，钱庄经营也发生重大转型。随着这些机构纷纷加入工商业贷款的供给行列，出现了大量年息低于 20% 甚至 10% 的贷款。这背后是参与供给的金融业态持续发展：在汇兑网络、拆借市场以及相应的利率市场日渐活跃过程中，[①] 金融机构资本实力增长，资金吸纳途径增多，能够产生更大的规模效应；在风险控制方面，逐渐走向基于资信评估的工商业信用贷款；在运营上，通过维护与工商业的长期关系和发放大规模短期贷款来提升管理效率。这些创新皆有利于减少坏账比率，降低运营成本，推动利率下行。

（二）传统金融业态的局限

但是，较之银行、证券等现代金融业态，传统业态仍存在许多局限，导致其贷款利率无法降至更低水平。其一，传统金融机构在资本组织上是有限来源和无限责任的。虽然清代票号、钱庄、典当等越来越多地采用合伙、合股制以扩大资本来源，但资金筹集仍限于亲族、朋友、乡里之间，不若现代业态可进行社会化筹资，更易扩充资本。传统金融机构中规模最大的票号资本仅数十万两，而清末建立的本国银行平均资本 286 万两，[②] 相差近十倍。同时，无限责任制也使传统金融经营风险较高，如遇倒账会引发个人破产，制约了资本与经营规模的扩大。

其二，除典当外，传统金融机构多采取信用贷款形式向工商业发放贷款，并依靠长期商业往来关系作为信用保障。这导致放款的信用半径偏短，借贷受到许多非市场因素影响，造成严重的信贷配给问题，致使全社会信贷可得性低，金融供给不足。另外，金融机构经营受到乡土人情、地域帮别、行业壁垒限制，市场彼此分割，不利于资金跨地域流动与供给扩大。相比之下，现代银行业结合贷前调查、贷时审查和贷后检查，对贷款对象的信用记录、财务状况、担保人资信、抵（质）押品价值、贷款用途、还款来源进行全面考察的信贷管理制度更易推广、执行，能够有效减少信息不对称性，延长信用半径，增加信贷供给。

其三，传统金融机构不注重存款管理，资金成本居高不下。传统机构用于放款的资金主要有三个来源：一是自有资本，二是汇兑、拆借这类短期资金，三是存款。其中自有资本规模有限，难以匹配大规模放贷需要；汇兑、拆借款项虽然数额巨大，但往往与贷款之间存在期限错配，无法满足近代工商业的长期贷款需求。要形成长期、稳定的大规模放款能力，金融机构除依靠股份制扩大资本规模外，还应广泛吸收社会存款，这也正是银行等现代业态的运营模式。银行极重视吸收民间存款，尤其是生活水平不断提高的普罗大众存款，并对存款支付利息和进行期限管理。相形之下，传统机构未意识到存款的重要性。如票号长期对存款不付利息或仅付极低利息，手续也“太嫌固执”，[③] 致使除官吏外，普通存款者不愿将资金存入其中。钱庄虽招徕存款，但“存款皆为不定期者”，[④] 对期限、利率缺乏统筹管理，无法避免流动性危机带来的资金成本抬升。这使得票号和钱庄能提供的放款期短、放款量有限。

最后，传统金融机构与国家财政结合较弱，特别是难以依托公共信用改善市场信用，创造资本，降低交易成本。清代虽有利用生息银两开设典当铺或存典生息，以及将官款交票号存储和汇兑的做法，但这主要是国家作为债权人的活动，仅在一定程度上增加了金融机构的资金供给，对市场信用的加强作用十分有限。只有票号汇兑官款中的逆汇行为具有国家向金融市场融

① 黄鉴晖认为：“中国利率的市场化，应该说是账局发生以来，借贷市场的形成，渐渐形成利率市场的，只不过账局没有留世的资料罢了，票号发生 30 年来，之所以说中国利率已经市场化，因为票号留下部分信稿得以而知。”见黄鉴晖：《山西票号史（修订本）》，第 152 页。

② 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第 374–375 页。

③ 黄鉴晖等编：《山西票号史料（增订本）》，第 742 页。

④ 中国人民银行上海市分行编：《上海钱庄史料》，第 87 页。

资的性质，但这属于地方政府的临时短期融资，并非中央政府的正式制度安排。① 而由于缺乏公共信用的相应建设，并且迟迟不推进利用金融市场发币、发债的活动，这种融资并不能带来市场信用整体提升和利率水平普遍下降。

从本质上说，传统金融业态产生于农业社会的商品经济与长途商贸发展中，其工商业贷款的功能是服务于传统商贸金融，因此以短期、小额为主。传统工商业由于规模较小，资金投入有限，开办、经营大多依靠自有资金，借贷主要为缓解贸易周期中的常规流动性压力，即“商人的资金大部分是营运资金即流通资金——用于周转的资金”，② 规模无须很大，对借贷成本的要求也没有那么严格，因而年息 20% 以下的贷款通常已可满足其需求。

但到 19 世纪 60 年代后，随着洋务运动兴起，建立在机器工业基础上的近代工商业逐步发展，亟需金融机构以更强资本实力、风险耐受力和规模效应，稳定地提供长期、低成本、更大规模贷款——“‘革命’正是在固定资金进入或开始进入中心地位时发生的”。③ 这时传统金融业态无力进一步降低放款利率的局限性就渐渐暴露出来。同时，各类传统机构发放的工商业贷款周期几乎都不超过一年，且单笔贷款最大额度只有数千两（参见表 5），从期限和规模上都无法与近代工商业相匹配。而随着银行作为一种更新的业态进入中国市场，低成本资金的供给能力大大提升。据统计，洋务运动期间 9 笔外资银行对洋务企业贷款，平均额度达到 30 万两，利率基本在 5%–7.5% 之间，期限最高达到 10 年；④ 第一家本国银行中国通商银行成立后，在清末的放款利率也大体位于 8%–10% 之间。⑤ 可见，传统金融业态创新虽促进了放款利率一定程度的下降，但仍不足以达成近代工商业的融资条件。需要更具现代性的金融业态从资本组织、风险控制和业务管理等方面突破传统局限，形成利率更低、规模更大、期限更长的资金供给。这也是清末民初银行对票号等传统业态实行竞争和替代的内在市场逻辑。⑥

（三）“利率革命”背后的金融革命

清代传统金融的业态创新推动了放款利率下降，这看似具备“利率革命”性质。然而，如果将票号等机构 7%–9% 的最低年利率与同时期西欧对比，就会发现中国金融机构的利率远高于西欧。从表 6 中可以看到，荷兰、意大利、英国等国家的贷款利率经过 15 世纪以后的持续下降，到 18 世纪基本进入 5% 以下的较低区间。在 19 世纪，英国银行能够经常性地提供利率 3.5%、4% 的大规模商业贷款。⑦ 可见，直到 19 世纪末 20 世纪初，中国传统金融机构发放工商业贷款的最低利率依然比西欧高出数个百分点，而且这种低利率仅限于少数大客户，市场上实际可得利率还要大幅超出这个水平。也就是说，清代金融业态创新所带来的利率降幅远低于西欧。

亚当·斯密在《国富论》中提出，“在普通纯利润率为百分之八或百分之十的国家，借用资金来经营业务的人，以所得利润之半作为利息，也许是合理的……在大部分行业，百分之四或百分之五，既可作为这种保险所冒风险的足够补偿，亦可作为不辞辛苦运用这笔资本的足够报酬”，⑧ 即作为资本报酬的合理利率水平应为年利 4%–5%。这一说法为足以促使资本在生产领域

---

① 19 世纪 70 年代后粤海关、浙海关、福建省等地方政府多次以关税、厘金为担保向票号融资，包括让票号垫付汇兑官款以及用借款填补财政款项，而中央政府直到甲午战争期间才开始向本国商人正式息借商款。

② 约翰·希克斯：《经济史理论》，第 129 页。

③ 约翰·希克斯：《经济史理论》，第 129 页。

④ 张国辉：《论外国资本对洋务企业的贷款》，《历史研究》1982 年第 4 期。

⑤ 陈旭麓等主编，谢俊美编：《中国通商银行——盛宣怀档案资料选辑之五》，上海人民出版社，2000 年，第 421–423 页。

⑥ 周建波、曾江：《银行、票号兴替与清末民初金融变革》，《中国社会科学》2020 年第 8 期。

⑦ 悉尼·霍默、理查德·西勒：《利率史（第四版）》，第 174 页。

⑧ 亚当·斯密：《国民财富的性质和原因的研究》上卷，郭大力、王亚南译，商务印书馆，1972 年，第 89–90 页。

聚集，从而带来分工和技术改进，让工业革命得以发生的利率条件给出了一个明确标准。[①] 根据这个标准，西欧的“利率革命”大约完成于 18 世纪，恰好为工业革命发生前夕，而中国在清代则未能完成这一进程。

表 6　12—18 世纪欧洲贷款年利率情况

<table>
<tr><th>时期</th><th>地区</th><th>短期商业贷款利率</th><th>地区</th><th>长期贷款利率
（年金和抵押贷款）</th></tr>
<tr><td rowspan="2">12 世纪</td><td>热那亚</td><td>20%</td><td rowspan="8">荷兰</td><td rowspan="8">8%–10%</td></tr>
<tr><td>（世纪末）荷兰</td><td>10%–16%</td></tr>
<tr><td rowspan="3">13 世纪</td><td>法国</td><td>15%–20%</td></tr>
<tr><td>荷兰</td><td>10%–16%</td></tr>
<tr><td>（后期）意大利</td><td>8%–15%</td></tr>
<tr><td rowspan="3">14 世纪</td><td>荷兰</td><td>10%–25%</td></tr>
<tr><td>法国</td><td>15%–20%</td></tr>
<tr><td>（后期）意大利</td><td>5%</td></tr>
<tr><td rowspan="3">15 世纪</td><td rowspan="3">（后期）意大利</td><td rowspan="3">5%</td><td>伦巴第</td><td>6%</td></tr>
<tr><td>法国南部</td><td>10%</td></tr>
<tr><td>德意志和意大利</td><td>5%</td></tr>
<tr><td rowspan="3">16 世纪</td><td>意大利</td><td>8%–10%</td><td>德意志和意大利</td><td>4%–10%</td></tr>
<tr><td>安特卫普</td><td>4%–13%</td><td>荷兰</td><td>4%–10%</td></tr>
<tr><td>里昂</td><td>5%–12%</td><td>英国</td><td>10%–14%</td></tr>
<tr><td rowspan="2">17 世纪</td><td>英国</td><td>3%–8%</td><td rowspan="2">英国</td><td rowspan="2">4%–10%</td></tr>
<tr><td>荷兰</td><td>1.75%–4.5%</td></tr>
<tr><td rowspan="2">18 世纪</td><td>英国</td><td>4%–5%</td><td>德意志和意大利</td><td>4%–5%</td></tr>
<tr><td>荷兰</td><td>2.5%–3%</td><td>英国</td><td>3%–5%</td></tr>
</table>

数据来源：悉尼・霍默、理查德・西勒：《利率史（第四版）》，第 76、82、88、96–97、108–109、119、144–151、154、165–166 页。

西欧的利率下降可被视为“金融革命”的一项表征与结果。[②] 金融革命包含金融工具、金融机构和金融市场的多层次创新。早在 16 世纪以前的意大利城邦国家，早期银行、公债、汇票、保险、股份公司等金融形式就已出现。16 世纪后，货币市场的变化进一步推动了金融创新涌现。随着美洲金银大量流入，货币出现巨额增长，据估计，仅 1500—1650 年间欧洲黄金存量就增加了 5% 左右，白银存量增加了 50% 左右。[③] 货币供给增加与人口增长、粮食短缺等

① 诺思提出的标准甚至更低，他指出荷兰金融革命成功的标志是“建立了一个利率低到百分之三的有效的长期资本市场”，而“利率在其它地方较高则与财政地位、市场效率和政府的名声相称”。参见道格拉斯・诺思、罗伯斯・托马斯：《西方世界的兴起》，第 177 页。

② 对金融革命的爆发时间与内涵，不同学者有不同看法。如戈兹曼认为其始于 13—15 世纪的热那亚、威尼斯等地，从各类金融工具的创新开始；Tracy、Sylla 等认为其发生于 16—17 世纪的荷兰；金德尔伯格、贺力平则认为其始于光荣革命后的英格兰，为一场公共金融革命。本文因关注利率跨越数个世纪的长期下降趋势，故采取时间段较长的金融革命概念，即不晚于 15 世纪开始。参见威廉・戈兹曼：《千年金融史》，张亚光、熊金武译，中信出版社，2017 年；James D. Tracy, *A Financial Revolution in the Habsburg Netherlands: Renten and Renteniers in the County of Holland, 1515—1565*, University of California Press, 1985；Richard Sylla, Richard Tilly and Gabriel Tortella, eds., *The State, the Financial System, and Economic Modernization*, Cambridge University Press, 1999；金德尔伯格：《西欧金融史（第二版）》，徐子健等译，中国金融出版社，2010 年；贺力平：《现代金融革命始于何时何地》，《金融博览》2022 年第 7 期。

③ 卡洛・M・奇波拉主编：《欧洲经济史・十六和十七世纪》，贝昱、张菁译，商务印书馆，1988 年，第 451 页。

因素共同引起了 16 世纪“价格革命”，① 进而刺激了生产和海外贸易增长。由此，大量白银通过贸易流往东方，如 1601—1780 年间，西欧金银出口总量约合 29 100 吨白银。② 在持续的大规模入超下，欧洲这一时期货币存量很可能处在净减少状态。因此，为应对由此带来的货币匮乏和信贷短缺，立足于信用创造的金融创新大量出现。如贷款银行在许多国家成立，包括 1614 年开设的荷兰“借贷银行”、1656 年开设的瑞典银行等；在 17 世纪的安特卫普，基于背书方式的汇票流通和转让被广泛接受，现代贴现业务也开始出现。上述创新过程与明中叶至清中期的中国有类似之处，都以货币供给的长周期丰裕和金融市场活跃为前提，以货币的阶段性紧缺为直接诱因，发展汇兑、结算和借贷功能。可以说，这部分金融革命内涵在清代账局、票号等业态发展中也有体现。③

希克斯曾指出，金融中介的一项基本作用是通过间接信用来扩大借贷圈层，从而向更多借款人提供价格适当的信贷，而这一功能是依靠在大数定律基础上控制风险，进行专业化经营来实现的。④ 在中国金融业态的演进中，放款模式逐步由抵押、担保走向信用放款，且逐渐接受大数定律，允许放款额超出资本及存款额，推动了市场信用扩大基础上的利率降低。这与西欧 18 世纪以前金融创新促进利率长期下降的原理是一致的。只是由于中国商业发展程度和人均资本量更低，以及中国金融机构发放信贷的半径较短，不注重存款管理，并且未采取社会化筹资和有限责任制度扩大资金来源，因而利率至清末仍然大幅高于 18 世纪前的西欧。这表明中国金融业态尚需向有限责任制、存款管理、信贷管理等方向继续演进。

但除此之外，更深层次的金融革命以现代银行这一崭新金融业态的诞生为标志。1694 年，以股份公司形式组建的英格兰银行向全社会筹款，并与财政深度结合建立公债体系，以发行可转让银行券方式进行信用创造。这种结合使银行既能从纸币发行和债券交易中获取更多资金，降低资金成本，又可以依托财政信用的改善，以更强的债务安全性促进利率下降。如此，政府财政融资成本与社会工商业融资成本均稳定在较低水平上，为即将到来的工业革命创造了条件，使机器工业和社会化生产能够获得大规模、低成本资金支持。这也体现了金德尔伯格所说的，“在多数情况下，金融革命指政府财政体制的大的变革，无论是征税权力和赋税种类的变化，政府财政收支机构的变化，还是政府债务管理方面的变化”。⑤

英格兰银行成立后，政府最初以 8% 的较高利息向其融借长期债，但 1711 年后政府借款利率逐渐下降，到 1750 年降至 3% 的全社会最低水平，形成了一种市场基准利率。“一场将所有公共利率下降至 3% 的运动开始了……低利率被认为有利于商业和政府。”⑥ 这使得各类社会融资有了可作参考的基础价格指标，新兴工商业得以在稳定的低利率上借得资金。例如 18 世纪英国公路和修缮工程的公用设施贷款利率据记载为 3.5%−5%，通常略高于国债收益率且随之波动。⑦ 另外，1750 年英格兰政府在 3% 的利率上推出统一公债，也推动货币和资本市场进一步成熟。

---

① 传统货币数量论强调货币供给导致物价上涨，故汉密尔顿等历史学家将价格革命归因于美洲贵金属流入。但不少学者指出还需考虑这一时期气候、农业、人口等方面的变化。参见 Earl J. Hamilton, *American Treasure and the Price Revolution in Spain, 1501–1650,* Harvard University Press, 1934；波斯坦等主编，里奇等分册主编：《剑桥欧洲经济史 · 16 世纪、17 世纪不断扩张的欧洲经济》，王春法等译，经济科学出版社，2003 年，第 335−444 页。

② 安格斯 · 麦迪森：《世界经济千年史》，伍晓鹰等译，北京大学出版社，2003 年，第 55 页。

③ 兰日旭也指出，中外传统金融组织和业务的变迁呈现趋同态势，欧洲早期的各种银行业务与中国的典当、钱庄、票号等并无二致。参见兰日旭：《中外金融组织变迁：基于市场—技术—组织的视角》，社会科学文献出版社，2016 年。

④ 约翰 · 希克斯：《经济史理论》，第 71−73 页。

⑤ 金德尔伯格：《西欧金融史（第二版）》，第 171 页。

⑥ 悉尼 · 霍默、理查德 · 西勒：《利率史（第四版）》，第 147 页。

⑦ 悉尼 · 霍默、理查德 · 西勒：《利率史（第四版）》，第 151 页。

许多学者都指出，西欧金融体系与财政能够实现结合的基础在于公共信用的确立。① 从议会主导下威尼斯和荷兰的商业共和国，到英国光荣革命后政府信誉的提升，都带来了公债市场的发展和融资成本下降。“政府的信贷循环成了一个有规则的资本市场的一部分，而且政府通过有规则的税源来筹措信贷的过程，是资本市场演进的主要步骤”，而“私人信贷的利率也大致与公共信贷利率平行”。② 可见这正是与国家财政紧密结合的银行相比，与国家财政结合较弱的中国传统业态更能推动利率下降的根本原因。然而在中国，一方面税收建立在财政集权基础上，对政府权力约束偏弱，财政收入不足时往往通过增加捐税来弥补，缺乏向市场融资的传统路径；③ 另一方面，清政府对发行纸币、建立银行等做法持保守态度，④ 也延滞了财政与金融结合的步伐。这导致中国市场利率的下降幅度受到公共信用的严重约束，难以最终达成“利率革命”。

五、结语

熊彼特曾经指出：“在需求方面，出现了企业家；在供给方面，出现了购买力的提供者和经手人，即银行家……双方之间每日所进行的讨价还价之争，决定着新组合的命运。”⑤ 借贷资金价格对于产业和企业发展至关重要，而这一价格是由供求双方共同决定的。作为资金市场的供给侧，金融机构以专业化媒介活动集中对资金进行管理和配置，润滑信用链条、加速周转，进而推动市场化价格的形成，提升资金使用效率。但是，每一种金融业态都有其适配的特定社会经济背景与市场职能。随着金融需求发生变化，业态也需走向创新和演进。中国传统金融体系从典当、印局扩充到钱庄、账局、票号，本身就是这一演进过程的体现，然而到近代，却未能形成大规模、长周期、低利率的稳定资金供给，无法匹配近代工业的资本需求。希克斯说：“如果资金可以筹集到（而且甚至并不很困难），又如果可以不断得到兰开夏郡的水力，那么，像这样的事（譬如说）在十五世纪的佛罗伦萨出现，难道不可能吗？”⑥ 同样，传统金融业态对借贷的限制也是影响中国工业化进程的一个核心原因。

从西欧“利率革命”发生的条件来看，清代中国在金融机构制度建设以及财政与金融的结合深度上都存在不小差距。金融业态的现代化创新需要跨出传统组织模式、业务管理模式与市场定位的限制，走向社会化筹资、有限责任、存贷款管理等新方向，并与财政紧密结合获得代理国债、发行货币权利，才能更大限度地发挥规模效应，降低资金成本。

传统金融机构放款利率与业态特征之间的联系，启示了我们金融创新对于降低社会借贷成本的意义。清末近代化启动之时，工矿、交通等行业资金问题凸显，因而李鸿章、盛宣怀等为使“国家借款不须重息”“民间利息可轻”，⑦ 倡导建立银行。时至今日，实体经济特别是民营企业融资难、融资贵问题依然是金融市场的顽症，其原因归根结底仍在于金融创新滞后于市场需求，风控、定价机制不完善，造成信贷配给、影子银行、信用缺失等问题。因此，在现代化新征程中，我们仍需深化利率和金融“革命”，提升资金供给效率，支持实体经济走向全面高质量发展。

---

① 张晓晶、王庆：《中国特色金融发展道路的新探索——基于国家治理逻辑的金融大分流新假说》，《经济研究》2023 年第 2 期。

② 道格拉斯 · C· 诺思：《制度、制度变迁与经济绩效》，第 173、187 页。

③ 顾銮斋：《中西中古税制比较研究》，社会科学文献出版社，2016 年。

④ 1853 年清政府曾推行官票宝钞，但因其不可兑现的性质，遭到军民抵制，至 1860 年停止发行，此后清政府在很长时期内不愿再次发行纸币。1885、1887 年李鸿章两度试图与外商合股组建银行，但遭到其他大臣反对未能实现。

⑤ 约瑟夫 · 熊彼特：《经济发展理论》，何畏、易家详等译，商务印书馆，1990 年，第 143 页。

⑥ 约翰 · 希克斯：《经济史理论》，第 134 页。

⑦ 郑观应著，辛俊玲评注：《盛世危言》，华夏出版社，2002 年，第 260、266 页。

References

Hicks, John. *A Theory of Economic History.* London: Oxford University Press, 1969.

Homer, Sidney, and Richard Sylla. *A History of Interest Rates Fourth Edition.* Rutgers, NJ: Rutgers University Press, 2005.

Lin Man-houng. *China Upside Down: Currency, Society, and Ideologies, 1808–1856*. Cambridge, MA: Harvard University Asia Center, 2006.

Liu Qiugen. *Mingqing gaolidai ziben* (Usury capital in Ming and Qing Dynasties). Beijing: Shehui kexue wenxian chubanshe, 2000.

Zhou Jianbo. "Mingqing shanxi shangren duocengci jinrong tixi de chuangxin jiqi juxianxing" (Innovation and limitation of the multilevel financial system of Shanxi merchants in Ming and Qing Dynasties). *Zhongguo jingjishi yanjiu* (Researches in Chinese Economic History) 6 (2017).

Business Innovation and Lending Rates of Traditional Financial Institutions in the Qing Dynasty: A Discussion on the Supply–Side Conditions of the Interest Rate Revolution

ZENG Jiang (Business School, China University of Political Science and Law; hanyouzj@163.com)

ZHOU Jianbo (School of Economics, Peking University; zhoujianbo@pku.edu.cn)

Abstract: Major traditional financial institutions were the consequences of financial innovation under specific economic developments. In the middle and late Qing Dynasty, since lending rates were affected the scale of an institutions' capital, market positioning and management, the interest rates for loans varied widely in different financial institutions. Pawnshops (*diandang*) and Seal Bureaus (*yinju*), which mainly provided small and miscellaneous loans, usually charged high interest rates, while Account Bureaus (*zhangju*) generally offered loans at relatively low rates for long-distance commerce. Shanxi Banks (*piaohao*) and Money Shops (*qianzhuang*) increasingly made loans by utilizing remittance and interbank borrowing at lower interest rates. However, interest rates in traditional Chinese financial institutes remained at a higher level than modern Western banks and failed to complete the "interest rate revolution". This was largely because of the insufficient combination of public finance and private finance as well as the lagging of public credit construction.

Keywords: interest rate, financial institutions, financial innovation